



**INSTRUÇÃO CVM Nº 436, DE 5 DE JULHO DE 2006.**

Acrescenta o Anexo III e altera a Instrução CVM nº 361, de 5 de março de 2002.

O **PRESIDENTE DA COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS - CVM** torna público que o Colegiado, em reunião realizada nesta data, e com fundamento nos incisos V, VI e VII do art. 4º, nos incisos I e III do art. 8º, na alínea “a” do inciso II do art. 18, no § 6º do art. 21 e nos incisos III, V, VI e VIII do § 1º do art. 22 da Lei nº 6.385, de 7 de dezembro de 1976, e nos arts. 4º, 4º-A, 30, § 2º, 254-A e 257 da Lei nº 6.404, de 15 de dezembro de 1976, resolveu baixar a seguinte Instrução:

Art. 1º Fica acrescentado o Anexo III à Instrução CVM nº 361, de 5 de março de 2002, conforme anexo à presente Instrução.

Art. 2º O art. 8º da Instrução CVM nº 361, de 2002, passa a vigorar com a seguinte redação:

“Art. 8º .....

.....

§3º O laudo de avaliação deverá observar o disposto no Anexo III desta Instrução, e indicará os critérios de avaliação, os elementos de comparação adotados e o responsável pela sua elaboração, contendo, ainda, no mínimo e cumulativamente, o seguinte:

.....

§7º No caso de oferta de permuta, deverá também ser apresentado o laudo de avaliação da companhia cujos valores mobiliários estejam sendo entregues em permuta, contemplando as informações do Anexo III desta Instrução, utilizando-se o mesmo critério de avaliação para ambas as companhias.”  
(NR)

Art. 3º Esta Instrução entra em vigor na data de sua publicação no Diário Oficial da União.

*Original assinado por*  
**MARCELO FERNANDEZ TRINDADE**  
**Presidente**

Anexo à Instrução CVM nº 436, de 5 de julho de 2006.

### ANEXO III

#### Disposições Preliminares

I – As informações constantes do laudo de avaliação deverão ser completas, precisas, atuais, claras e objetivas.

II – O laudo de avaliação da companhia objeto refletirá a opinião do avaliador quanto ao valor ou intervalo de valor razoável para o objeto da oferta na data de sua elaboração e deverá ser constituído de uma análise fundamentada de valor, nos termos estabelecidos neste Anexo, não devendo a referida opinião ser entendida como recomendação do preço da oferta, o qual deve ser determinado pelo ofertante.

III – As informações constantes do laudo de avaliação deverão ser baseadas nas demonstrações financeiras auditadas da companhia avaliada, podendo, adicionalmente, ser fundamentadas em informações gerenciais relativas à companhia avaliada, fornecidas por sua administração, e ainda em informações disponíveis ao público em geral. O avaliador não será responsável por conduzir uma verificação independente das informações recebidas da companhia, ou de terceiros por ela contratados, e as aceitará e utilizará, no âmbito de sua análise, salvo se entender que as mesmas não são consistentes.

IV – O texto do laudo de avaliação deve ser apresentado em português, em linguagem acessível e de fácil compreensão, que permita aos acionistas e ao público em geral formarem um juízo fundamentado sobre a oferta e sobre o valor das ações da companhia avaliada. As expressões em língua estrangeira devem ser obrigatoriamente traduzidas no Glossário.

V – O laudo de avaliação deverá conter as assinaturas e a identificação dos profissionais responsáveis pela avaliação, bem como do representante da empresa responsável pelo laudo.

VI – O laudo de avaliação deverá apresentar as informações na ordem estabelecida neste Anexo, contemplando o que é exigido pela legislação em vigor.

VII – As informações exigidas neste Anexo são consideradas informações mínimas, podendo o avaliador estender o cumprimento deste roteiro, complementando tais informações com outras que julgue necessárias e convenientes para enriquecer e melhor fundamentar o conteúdo e os resultados do laudo de avaliação ou justificar os valores lançados.

#### Índice

VIII – O laudo de avaliação conterá um índice, contemplando os assuntos e a numeração das páginas.



## Sumário Executivo

IX – O laudo de avaliação conterá um Sumário Executivo que contemplará, resumidamente, pelo menos, as seguintes informações:

a) as principais informações e conclusões do laudo de avaliação;

b) os critérios adotados e as principais premissas utilizadas;

c) o método de avaliação escolhido;

d) a taxa de desconto utilizada, se for o caso;

e) o valor ou intervalo de valor apurado em cada uma das metodologias de avaliação utilizadas, com apresentação de quadro comparativo dos valores apurados;

f) indicação do critério de avaliação, dentre os constantes do laudo, que for considerado pelo avaliador como o mais adequado na definição do preço justo; se for o caso; e

g) as razões pelas quais tal critério foi escolhido, no caso de OPA para cancelamento de registro;

## Informações sobre o Avaliador

X – O laudo de avaliação deverá apresentar as seguintes informações relativas ao avaliador:

a) instituição responsável pela elaboração do laudo de avaliação com descrição da área especializada e devidamente equipada, com comprovação de experiência em avaliação de companhias abertas, descrevendo as avaliações feitas nos últimos 3 (três) anos e apresentando as credenciais que a qualificam para elaboração do laudo de avaliação, incluindo experiência recente em avaliações de companhias no setor de atuação da companhia avaliada;

b) descrição sucinta do processo interno de aprovação do laudo de avaliação pela instituição avaliadora;

c) identificação e qualificação dos profissionais responsáveis pelo laudo de avaliação, principalmente quanto às credenciais e experiência que os qualificam para a elaboração do laudo de avaliação em questão; e

d) declaração do avaliador:

1. quanto à quantidade de valores mobiliários de emissão da companhia objeto de que ele próprio, seu controlador e pessoas a eles vinculadas sejam titulares, ou que estejam sob sua administração



discricionária. No caso de oferta de permuta, a declaração deve contemplar as mesmas informações para os valores mobiliários que serão oferecidas em troca;

2. informações comerciais e creditícias de qualquer natureza que possam impactar o laudo de avaliação;

3. de que não tem conflito de interesses que lhe diminua a independência necessária ao desempenho de suas funções;

4. do custo do laudo de avaliação; e

5. dos valores recebidos do ofertante e da companhia objeto, a título de remuneração por quaisquer serviços de consultoria, avaliação, auditoria e assemelhados, nos 12 (doze) meses anteriores ao requerimento de registro, discriminando, dentre os valores recebidos, os relativos à realização do laudo de avaliação.

#### Avaliação

#### Informações sobre a Companhia Avaliada

XI – O laudo de avaliação conterá as seguintes informações sobre a empresa:

a) breve histórico da empresa (identificação do negócio, principais ramos de atividades, estratégia competitiva, informações históricas e desempenho histórico);

b) descrição sumária do mercado de atuação: crescimento do mercado em que atua, participação nesse mercado, principais produtos e clientes;

c) breve análise do setor onde a empresa atua;

d) premissas macroeconômicas utilizadas na elaboração do laudo; e

e) projetos de investimentos relevantes que tenham sido considerados na avaliação, com indicação dos valores envolvidos e do impacto financeiro.

#### Valor Apurado pelos Diferentes Critérios

XII – O laudo de avaliação deverá indicar o valor da companhia segundo os seguintes critérios:

a) preço médio ponderado de cotação das ações da companhia objeto na bolsa de valores ou no mercado de balcão organizado, discriminando os preços das ações por espécie e classe:



1. dos 12 (doze) meses imediatamente anteriores à publicação até a data do fato relevante; e
2. entre a data de publicação do fato relevante e a data do laudo de avaliação.

b) valor do patrimônio líquido por ação da companhia objeto apurado nas últimas informações periódicas (anuais ou trimestrais) enviadas à CVM;

c) valor econômico da companhia avaliada, com indicação, inclusive, do valor por ação, calculado por, pelo menos, uma das seguintes metodologias:

1. fluxo de caixa descontado;
2. múltiplos de mercado; ou

3. múltiplos de transação comparáveis, conforme se entender fundamentadamente mais adequado ao caso da companhia, de modo a avaliá-la corretamente.

d) outro critério de avaliação escolhido pelo avaliador geralmente aceito no ramo de atividade da companhia avaliada, previsto em lei ou aceito pela CVM, para a definição do preço justo ou intervalo de valor, se for o caso, e não abrangido nas alíneas anteriores.

XIII – O laudo de avaliação deverá apresentar:

a) a descrição dos critérios de avaliação e dos elementos de comparação adotados, acompanhados de uma análise da aplicabilidade de cada um dos critérios referidos no item XII;

b) a indicação da data de confecção do laudo, em que os valores apurados serão considerados válidos, salvo indicação em sentido contrário;

c) o critério de avaliação, dentre os constantes do laudo, que for considerado pelo avaliador como o mais adequado na definição do preço justo ou intervalo de valor, se for o caso; e

d) na hipótese de a avaliação em uma faixa de valores mínimo e máximo, a justificativa para tal intervalo, que não poderá ultrapassar 10%, tendo como base o maior valor.

Valor Econômico pela Regra do Fluxo de Caixa Descontado

XIV – Para o cálculo do valor econômico pelo critério do fluxo de caixa descontado, deve ser observado o seguinte:

a) o laudo de avaliação deverá contemplar as fontes, os fundamentos, as justificativas das informações e dos dados apresentados, indicação das equações utilizadas para o cálculo do custo do



capital, bem como as planilhas de cálculo e projeções utilizadas na avaliação por valor econômico, com destaque para as principais premissas utilizadas e justificativa para cada uma delas;

b) deverão ser explicitadas as premissas e a metodologia de cálculo para a fixação da taxa de desconto utilizada, de acordo com os critérios usualmente adotados na teoria de finanças;

c) deverão ser considerados os ajustes feitos por outros ativos e passivos não capturados pelo fluxo de caixa operacional, incluindo dívida financeira, contingências, posição de caixa, ativos e passivos não operacionais, entre outros, cujos valores deverão ser fundamentados;

d) deverão ser indicados os pressupostos para a determinação do valor residual, calculado através do método da Perpetuidade do Fluxo de Caixa, por múltiplos ou por outro critério de avaliação, sempre se considerando o prazo de duração das companhias, estabelecido em seus Estatutos Sociais, e, na hipótese de empresas concessionárias de serviços públicos, o prazo estabelecido no respectivo contrato de concessão;

e) deverá ser informado se a Demonstração dos Fluxos de Caixa e as taxas de desconto foram apresentadas em valores nominais ou reais; e

f) deverá ser informada a unidade monetária de todos os valores lançados.

Valor do patrimônio líquido avaliado a preços de mercado

XV – O valor do patrimônio líquido avaliado a preços de mercado deve ser apurado tomando por base a venda ou a liquidação dos ativos e exigíveis separadamente nas seguintes condições:

a) o valor de mercado deve corresponder ao valor expresso em caixa ou equivalente ao qual a propriedade (ou qualquer outro ativo ou passivo) poderia ser trocada entre um propenso comprador e um propenso vendedor, com razoável conhecimento de ambos e inexistindo compulsão para compra ou venda por um ou por ambos; e

b) o valor dos ativos deve ser avaliado em referência aos preços de mercado sob condições de liquidação ordenada, ou de “equivalentes correntes de caixa”, ou seja, não deve ser considerado o valor de liquidação em condições de venda forçada, a qualquer custo.

XVI – O laudo discriminará os itens do ativo e do passivo calculados em condição de negociação com devedores e credores e conterà a justificativa e memórias de cálculo para cada item tangível e intangível, monetário e não monetário, que poderão ser agrupados somente em condições de semelhança e relevância do item.

XVII – As seguintes bases de avaliação devem ser observadas nas diferentes classes de itens:



a) ativos monetários, como caixa, equivalentes de caixa e créditos a receber, avaliados pelo valor justo, ou seja, o valor pelo qual um ativo poderia ser negociado entre partes independentes e interessadas, conhecedoras do assunto e dispostas a negociar, numa transação normal, sem favorecimentos e com isenção de outros interesses. Caso não seja possível identificar o mercado, esses itens podem, como segunda alternativa, ser avaliados pelo cálculo do valor presente dos recebimentos que reflita as atuais avaliações do mercado quanto ao valor do dinheiro no tempo e os riscos específicos;

b) ativos não monetários, como terrenos, edificações, propriedades, máquinas, instalações além de intangíveis, como marcas e patentes, pelo valor provável de realização;

c) passivos monetários, como dívidas, débitos a pagar, avaliados pelo valor justo, conforme definido na letra “a” desse item; e

d) contingências, como ações contra o estado sobre questões tributárias e outras questões judiciais, avaliados segundo o desfecho mais provável.

XVIII – A demonstração do valor de patrimônio líquido a preços de mercado discriminará de forma dedutiva os ativos e exigíveis, restando o Patrimônio Líquido a preços de mercado que, dividido pelo número de ações, indicará o patrimônio líquido a preços de mercado por ação.

#### Valor Econômico pelo Critério dos Múltiplos

XIX – Para o cálculo do valor econômico pela regra dos Múltiplos, devem ser seguidas as etapas mostradas a seguir:

a) indicar os múltiplos de mercado utilizados, os critérios e as fontes para a comparação, justificando a metodologia utilizada e apresentando as planilhas de cálculo;

b) sempre que possível, apresentar operações similares no mercado de empresas do mesmo segmento (múltiplos de transações comparáveis), citando fontes, dados e datas das transações comparáveis, além dos critérios que demonstrem a pertinência da comparação; e

c) apresentar o valor médio e a mediana dos valores resultantes da amostra utilizada de múltiplos de mercado e de transações comparáveis, fazendo-se os ajustes necessários para calculá-los, quando for o caso.

#### Glossário

XX – O laudo deverá conter glossário de termos técnicos, indicando o significado de cada termo técnico, sigla ou índice econômico citado.